



## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

### サステナビリティに関する情報開示（4）

#### －実務家の視点から－

2023年5月26日（金）15:00～17:02

オンライン開催

#### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

## サステナビリティに関する開示（4）

### —実務家の視点から—

ニッセイアセットマネジメント株式会社執行役員

チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサー

井 口 謙 二

### 目 次

1. サステナビリティ情報開示要求の高まりの背景（投資家&社会）
  - ・機関投資家にとっての ESG（スチュワードシップ・コードが全ての始まり）
  - ・機関投資家にとっての ESG②（中長期視点で ESG 要因の分析）
  - ・持続可能な社会（サステナブルな社会）移行とサステナビリティ情報
  - ・コーポレートガバナンス・コードの改訂
  - ・サステナビリティ情報（人的資本活用を含む）の開示拡充が求められる背景
  - ・投資家にとっての有報での開示の重要性・意義（開示媒体）
  - ・機関投資家におけるサステナビリティ情報の活用
  - ・サステナビリティ情報の株価パフォーマンス
  - ・財務情報・サステナビリティ情報の統合的な開示の重要性
  - ・『IFRS サステナビリティ開示基準（案）』に対する投資家としての期待

1. サステナビリティ情報開示要求（欧州の動き）
2. 日本におけるサステナビリティ情報の開示と保証
  - ・有価証券報告書での開示項目の拡充
  - ・日本におけるサステナビリティ開示基準について
  - ・サステナビリティ情報の保証について
3. ISSB のサステナビリティ財務関連情報とは
  - ・サステナビリティ開示基準策定の委員会について
  - ・ISSB の『サステナビリティ関連財務情報』とは
  - ・ISSB の公開草案①
  - ・ISSB の公開草案②
  - ・ISSB の公開草案③
  - ・ISSB での審議事項（公開草案からの変更事項）
  - ・ISSB 基準の日本での適用に当たっての課題

### 討論

○黒沼 時間となりましたので、5月のJPX金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、「サステナビリティに関する情報開示」の第4回目として、ニッセイアセットマネジメン

ト執行役員の井口謙二さんにご報告をお願いしています。

井口さんは、資産運用会社の ESG 投資を担当されるとともに、サステナビリティ開示に関する日

本の設定主体になる予定の SSBJ のメンバーでもいらっしゃいます。

それでは、井口様、ご報告をお願いします。

○井口 ご紹介ありがとうございます。井口といいます。今日は、このような場にお招きいただき、ありがとうございます。

今日与えられた題は「サステナビリティに関する情報開示」とということで、1時間程度話をさせていただいてからご質問をお受けしたいと思います。もし時間が余れば、レジュメの最後に書いてあります人的資本についてご説明したいと思っております。

今回が「サステナビリティに関する情報開示」の4回目ということで、今までの先生方のご議論を読ませていただきました。アメリカ、EU、日本とほとんど全ての論点を議論されていまして、私が何か付加価値を付けるということはないと思っておりますが、今、黒沼先生からお話があったように、2008年から、割と早くから10年以上ESGを取り入れた運用をやってきたということとか、あるいはSSBJという日本のサステナビリティ開示基準を設定する主体の委員になっていることとか、あるいはこの場の先生方の何人かとも一緒にしていますが、ディスクロージャーワーキング・グループのメンバーであったということなので、こういった実務家の視点から、サステナビリティに関する情報開示についてご紹介させていただければと思っております。

今日は、次の3点でお話しさせていただきたいと考えております。1点目は「サステナビリティ情報開示要求の高まりの背景」とということで、これも皆様よく議論されていることではあります、投資家、それと社会からの要求、これは特に欧州の状況となりますが、そういったお話。2点目は「日本におけるサステナビリティ情報の開示と保証」。3点目が「ISSBのサステナビリティ財務関連情報」について説明させていただきます。

1. サステナビリティ情報開示の高まりの背景  
(投資家&社会)

・機関投資家にとっての ESG (スチュワードシップ・コードが全ての始まり)

そもそも、なぜサステナビリティ情報が必要になったのかというところです。ここも既にご議論されていたように思いますが、海外では、私の知るところ、2008年のグローバルな金融危機のときがきっかけになったと言われています。これはご存じのように、証券会社のリーマン・ブラザーズが破綻したのですが、そのCEOが四半期で業績を出そうとして、そのためにサブプライムローンというやや怪しげな商品を売った。また、四半期で利益を出すように投資家が後押ししたという中でリーマンが破綻して、世界的な金融恐慌が起きたということです。

たしかリーマンのそのときのCEOの所感とかも日経新聞だったかに載っていましたが、かなり投資家から押されたというのが原因だと言っておりましたが、投資家の中でも、なぜ、短期的にあんなに企業を押してしまったのだろうという反省の中で「ロングターミズム」が出てきたということになっています。この流れが、今のサステナビリティ情報を求めるというところにつながっているということと理解しています。

日本も当然その流れを受けていたとは思いますが、やはり大きな影響があったというのが、2014年2月のスチュワードシップ・コード導入だと思っています。投資先企業の企業価値向上によって中長期リターンの拡大を目指すということがうたわれたという中で、ソフト・ローではあるのですが、これにサインすると、スチュワードシップ責任を投資家は果たす必要があるということになっています。

〈スチュワードシップ責任（2020/3改訂）〉  
投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の

考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任。

運用会社から言いますと、アセットオーナーが、特に公的年金中心にモニタリングする体制になっていますので、投資家としては、ソフト・ローだから罰則はないからというふうなわけにいかなくて、他社よりもこういうことにちゃんと取組むことによってビジネスにつなげていけるということもあるので、しっかりやるということになります。

このスチュワードシップ責任に何が書いてあるかということですが、特に、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより……中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」ということです。

この前まではどういう投資家が多かったかというと、特に日本のマーケットですが、基本的には、機関投資家でも短期投資が多かったと認識しています。例えばケイ線・チャート、チャート分析とか、今では信じられない運用なのですが、それでポートフォリオマネジメントが多額の金を動かしていたとか、あるいは、翌年の業績を予測して、そのときの EPS（1 株当たり利益）を出して業界平均の PER 倍率を当てはめるような、非常に底の浅い運用をやっていたという状況だったと思います。

ところが、このスチュワードシップ責任ができてからは、中長期的な投資リターンを見なさいということで、すぐにはみんな変われなかつたと思うのですが、投資家として長期で企業を見る必要が出てきたということです。これに 300 近い機関投資家が署名しているということなので、幾つか批判はいただくのですが、私がよく言うのは、日本の株式マーケットは、一夜にして、短期志向から長期志向に変わったと思っています。

・機関投資家にとっての ESG（中長期視点で ESG 分析）

それでは、短期から長期に変わると何が変わるのがかというのを資料 6 頁の図で示しています。これは何かというと、短期から長期という投資家が企業を見る時間軸と、幅は情報の重要性を示しています。短期は、例えばどういう投資かというと、「日計り」という 1 日で売ったり買ったりしてドッタンドッタンしている投資もありますし、あるいは四半期で売ったり買ったりしている投資もあります。

四半期で売買する投資家は何を見ているかというと財務情報です。四半期決算短信、四半期報告書だけを見て売ったり買ったりする。だから、今ではちょっと危ない投資志向だと思うのですが、その上振れ、下振れを予測して投資するということです。従って、この図でも財務情報がずっと重要な情報になるとしています。

ところが、投資のスパンが長くなってくると、財務情報だけでは判断できなくなってくるということになります。例えば長期になってくると、経営者が中期的にどんなことを考えているか。ただ、日本の経営者の方は大体 3 年、5 年で代わってしまいますので、そうすると、次の CEO はどういう方が来るか。これはもうガバナンスの世界ですね。あるいは、2030 年、あと 7 年後には環境に影響がある会社はどういうふうな環境に対する戦略を取るかといったことです。こういうのを財務情報にあらざる情報ということで「非財務情報」といつて、長期になるに従い、この部分が重要になります。

これが超長期、30~40 年になってくると、財務情報はもちろん大事ですが、それ以上に社会自体が大事だとか、システムティックリスク、そっちの方に行ってしまうこともあります。これは、アセットオーナーの方が言われます。

ただ、一般的に運用会社がやっている長期の運用というのは 10 年ぐらい、5 年から 10 年のこのあたりとなりますので、財務情報、非財務情報の

両方が重要になってくるということです。

実は、5、6年前にこういうお話をすると、本当にそんな非財務情報なんか使っているのかというふうな批判をいただくものですから、あえて非財務情報だけでお話ししていたのですが、最近はみんな非財務情報が将来情報だとか、これだけで判断するとか言い出して、それもまたうそだらうと思って、5~10年のところで線を引っ張って、この両方でくるくる回るという図柄を描いています。つまり、サステナビリティ情報があっても、それを財務情報で確認するということですね。

後でもお話ししますが、長期投資の世界では、サステナビリティと財務情報の統合的な情報が必要であるということをよく説明しています。

こういった非財務情報を分析する視点の中で、よく英語ではレンズと言いますが、ESG の3点がすごく重要になっているということです。

もう一度話を元に戻しますと、ロングターミズムという中で、投資家が長期で企業を見る。長期で見るに従って、財務情報だけではなくて、非財務情報を見るということです。その中で、非財務情報を分析する視点として ESG を重視しているといったことが、今に至る ESG の流れかというふうに思っています。

もう一つだけ言いますと、この「非財務情報」というのが近い将来、死語になるのかなと思っています。実は私も 2018 年に「非財務情報の分析手法」といった本を出したのですが、この言葉がなくなるのではないかと思っています。

ISSB を含めて「非財務情報」という言葉を使わなくて、これは遡れば、PRI と ICGN という 2 つの大きな機関投資家団体があるので、そちらの方でレポートを出していまして、そもそも「非財務情報」という言葉自体がおかしいと。つまり、結局投資家が求めているのは、非財務情報といつても、将来的に財務情報に転じる情報ならば、「ノンフィナンシャル・インフォメーション」はおかしいのではないか。それはサステナビリティ・財務に関係する非財務情報ではないかという

ことです。実際皆様もご存じのように、ISSB の基準は「サステナビリティ財務関連情報」ということになっていますので、今後、この言葉に置き換わっていくというように思っています。

#### ・持続可能な社会（サステナブルな社会）移行とサステナビリティ情報

この 2、3 年ぐらいですかね。特に ESG とかサステナビリティという言葉を聞かない日はないというような状況かと思っています。そして、ISSB が実際、現実的にグローバルな基準を策定することになっています。これは何が原因になっているかというと、皆様よくご存じのこととは思いますが、持続可能な社会というのがもう目前に迫ってきているということかと思います。

日本でも、菅総理が 2020 年に「ネットゼロ」ということを打ち出されて、特に加速していますが、環境だけではなく、社会を含めて持続可能な社会がもう目前に来ているため、サステナビリティというのが今注目を浴びているのだと思います。

持続可能な社会とはどういう社会かということですが、私は、環境・社会課題を解決した社会、あるいはそれを志向した社会ということだと理解しています。

では、この社会でどういうふうな企業が求められるかというと、これも同じことの繰り返しになるのですが、環境・社会課題を解決する能力のある企業が求められる。投資家の言葉で言い直すと、持続可能な社会で企業価値、これは平たく言うと企業利益を将来的に伸ばしていく企業というのは、環境・社会課題を解決できる企業だということになってくると思います。そういう企業に投資家は投資したいということで、そういう企業の見極めがここ二、三年で特に重要になってきているというのが、まさに ESG 情報の開示充実というところに来ているのだろうと思います。

5 頁の図は、ご存じのように投資連鎖、インベストメントチェーンですが、最終受益者からお金が機関投資家に入りまして、機関投資家から企業

に入って、企業は持続可能な社会に動いていくということを表しています。その中で、環境・社会課題を解決するためには、よりガバナンスが重要なになってくると思いますし、内部の人財とか、その辺を活用することも非常に大事になってくると思っています。

#### ・コーポレートガバナンス・コードの改訂

コーポレートガバナンス・コードが 2021 年 6 月に改訂されました。その中で、取締役会の責務としてサステナビリティの監督が追加されました（4-2②）、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきであるということで、その中でも特に人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、企業の持続的な成長に資するよう、実効的な監督を行うべきであるということが定めされました。というのは、前述のように、サステナビリティの実行が中長期的な企業価値に関わるのであれば、それは当然のことながら、ソフト・ローベースではありますが、取締役会の責務として取締役が監督すべきであるということになったと思います。

ただ、私が思うに、あくまでシングル・マテリアリティといいますか、企業価値に与える影響、持続的な成長に資するという観点で監督を行うべきであるというふうに言われています。この辺が UK のスチュワードシップ・コードとかコーポレートガバナンス・コードとか、昨今の傾向とはかなり違ってきているところかなと思っています。

#### ・サステナビリティ情報（人的資本活用を含む）の開示拡充が求められる背景

このような状況の中で、サステナビリティ情報開示充実の機運も急激に出てきていると思います。1つが、前述のように、企業が持続可能な社会に移っていくその状況を把握したい、サステナビリティに関わる情報を知りたいということで、投資家は①企業情報開示の拡充をすごく望んでいるということです。それで、ご存じのように、有報に

おいてサステナビリティ項目の記載欄が設置されました。また、人的資本の開示も要求しているということかと思います。

これも前回の黒沼先生ご報告のときに議論されたものですが、現状はまだ記載欄があるだけで、記載内容は任意という形だと思いますが、ISSB の開示基準ができて、これに基づいて SSBJ も基準を作っていくということで、将来的にそういう開示内容も定められていくと思っています。

また、前述のように人的資本が重要な中で、③ 人的資本の有効活用と開示に関して、内閣官房から「人的資本可視化指針」が出されています。

もう一つ大事だなと思っていますのは、1カ月前ですか、金融庁から ESG 商品の監督指針というが出されています。ESG 商品であるならば、一般投資家に対して誤解のないようにちゃんと表示するように、ご説明するようにというような指導内容です。機関投資家からすると、では、どういう内容を一般投資家に開示するのかということですが、こういう考え方で ESG 投資をやっていますという、まずプロセスの開示があります。そして、それを実際やっていますかということになると、実際の ESG 商品のポートフォリオがどういう状況にあるかということも開示する必要が出てくると思います。

ESG 商品のポートフォリオの状況を開示するに当たって必要な情報は何かというと、ポートフォリオに入っている企業の ESG の情報が必要になってきます。こういった方向からも、より企業情報開示の拡充が重要になっているということです。

これも既に EU のところでご議論されていますように、EU はこれが全て連携しているような感じになっているというふうに理解しています。ただ、EU があまりに厳格化し過ぎて、今何かみんな動きがとれなくなっているという気もしますので、どっちがいい、悪いという議論はあると思いますが、投資家の開示においては、企業からの情報がすごく重要になってくると思っています。

- ・投資家にとっての有報での開示の重要性・意義  
(開示媒体)

今、サステナビリティ情報の開示と申し上げたのですが、有報での開示というのも非常に意義があると思っています。ただ、海外の投資家なんかは、有報、アニュアルレポートに開示してほしいということは明確に言っていますが、日本の投資家の中ではいろいろな議論があります。私は有報へのサステナビリティ情報の開示ということを早くから申し上げていた方です。2021年2月のサステナブルファイナンス有識者会議でも有報での開示についての重要性についてプレゼンしたときには、企業の方から大きな反論もいただきましたが、これは大事だと思っています。

その考え方は3つあると思っています、1つ目は、グローバルな開示体系との調和が大事だということです。これは既にご発表がありましたように、EU、アメリカを含めてアニュアルレポートに今後開示していくという方向と認識していますが、そういった中で、日本でもそういう必要がある。本当はこういったものが株主総会の1か月前に見られる状況がいいと思っています、前回のディスクロージャーワーキング・グループでも申し上げました。今回、実現しませんでしたが、将来的には日本でもそうなっていくのが望ましいのではないかと思っています。

その背景として、財務諸表との結び付きというのが特に海外では重視されているということかと思います。先ほど5～10年でくるくる回っていると申し上げたのですが、まさに統合的な開示が今求められているということです。ISSBの基準を見ていた大いに、財務諸表とのつながりというのがかなり書かれているのが確認できると思っていますが、これが非常に大事という中で、財務諸表が開示されている開示媒体は何かというと、有報しかないというふうに理解しています。

任意の報告書でも一部やっていらっしゃる企業さんもありますが、かなり簡潔な記載で、注記とかは載っていないというパターンもあります。で

すので、こういった統合的な開示を実現するのは、まず媒体としては有報しかないということです。

3つ目は、やはり投資家としては、意見表明といつても、サステナビリティの担当者あるいは担当部長の意見だけを言われても、それを信じて投資してしまうと失敗するので、それはやめてほしいと思います。CEOが言ったとしても、CFOが言ったとしても、それが本当に組織全体の意見なのかというのをしっかりと把握したいと思っています。

企業さんと議論をすると、任意の統合報告書なんかは自由度があるとよくおっしゃるのですが、あまりに自由度があり過ぎるということがあります。組織全体の意見、つまり有報ですと、統計なんかを見ると、取締役会で承認される、あるいは報告事項に挙がっているケースがほとんどというふうに認識していますので、そういう意味で言うと、ここにしっかりと開示していただくというのは非常に重要なと思っています。虚偽記載を防ぐということもあると思いますが、組織としての意見を言っていただくということがあります。

この3つがあるので、私は有報で開示をしてほしいということを言っています。

- ・機関投資家におけるサステナビリティ情報の活用

それでは、サステナビリティ情報を実際にどういうふうに使っているかということですが、10頁の図は弊社のやり方を書いています。弊社はどちらかというと教科書に忠実にやっているところがあるのですが、違いはあれ、多くの投資家でこういうやり方をしていると思います。こういうのをESGインテグレーション手法(ESG統合手法)といいます。

これは何をやっているかというと、まず一番大事なのが、企業価値を算出するということになります。企業価値は何かできているかというと、将来キャッシュフローを現在価値にディスカウントバックして企業価値が計算されているということになります。その中でアップサイドがあれば、

現在の株価と比べてそれに投資するというようなやり方をやっているということです。

短期はいいのですけれども、長期、4年後、5年後になると、やはりこのサステナビリティ情報、あるいは旧来で言う非財務情報、そういった情報が非常に重要になってくるわけです。

左の図が企業活動の状況になります。企業というのは、いろいろなESG情報を出していると思います。企業のステークホルダーというのは、投資家だけではなくて、例えば従業員の方とか、最近の気候変動で言うとNGOの方とかがいらっしゃるので、企業さんとしてはそれぞれが重要なステークホルダーということで、いろいろな媒体とかで情報を出していらっしゃる。

ただ、長期投資家が欲しい情報は何かということ、将来の予測に関わる情報ということです。ですので、「当社アナリストが選別」と書いてあります、将来の業績に関わる情報を重要な情報として選択してそれを入れていくということです。

ちょっと説明が抽象的になったので、もう少し具体的に申し上げると、例えば今話題の環境情報は、2008年からやっていますが、2009年、2010年ごろまでは、正直言って、あまり重要な情報とは言えなかつたと思います。

あるエネルギー会社の常務さんと話しているときに、「そろそろパリ協定といいますか、そういう規則ができてきますが、どのように考えていらっしゃいますか、御社はすごくインパクトを受けるのでは」というようなことを聞きますと、その常務の方が「いやいや、まだ政府が何を言ってくるか待っています」みたいなことを言われて、全然会話が成立しない。つまり、企業の戦略にも全く入ってこないという中で、企業価値に影響を与えないESG要素になっていた。

ところが、パリ合意の中で実際に二酸化炭素(CO<sub>2</sub>)排出量を削減していかなければならぬということになると、これは大きく経営戦略に入ってくることになります。それはとりもなおさず企業価値にも大きな影響を与えることにな

ってきますので、その頃から企業価値に影響を与えるESG要素になってきたということです。

例えば、化学製品なんかで環境に優しい、あるいは環境負荷を抑えるいろいろな商品があると思うのですが、そういう商品はまさに将来の売上高を増やす要素になりますし、その時点で重要な情報になってきたということだと理解しています。

こういった考え方は、今のグローバルなサステナビリティ基準を作っているISSBとも相通じる考え方になっているのではないかと思っています。

#### ・機関投資家におけるサステナビリティ情報の活用

実際にそんなことになっているのかということですが、11頁の図は弊社のちょっと古い2016年度の、アナリストが現在から将来のT+5期にどんな売上高の予測をしているかを示したものです。ESGの評価が高い、つまりESG要因のリスクと機会を適切に把握してそれを企業価値向上に有効に活用しているとアナリストが判断している企業の売上高の予想が高くなる傾向があるということで、サステナビリティ情報は「重要な情報」になっています。

ただ、気をつけていただきたいのは、よく足元の企業の状況で判断するESG評価機関とかデータ機関とかがあるのですが、あれは絶対正確だと思うんですね。一部推計情報を使っているので、そこはどうかという話もありますが、基本的には正しい。ただ、我々の場合は、いろんな情報、経営者との対話等を含めて、その洞察の中で作った業績予想になってくるので、これは外れている可能性もある。これがまさにアクティブ運用でして、これが当たっているか、外れているかというのが重要になってくるということです。

#### ・サステナビリティ情報の株価パフォーマンス

12頁のグラフは株価パフォーマンスで、足元は苦戦しているところはあるのですが、累計で見ればプラスを稼ぐということなので、そういうしつ

かりしたやり方をやっていけば、長期的には上がっていきます。

#### ・財務情報・サステナビリティ情報の統合的な開示の重要性

先ほどから「統合的な開示」ということを言っていますが、ちょっとだけ説明させていただきたいと思います。サステナビリティ情報は有用な情報なので、それさえあれば投資家はいいのでしょうと言う方もいらっしゃったり、あるいは投資家の中にもそういうことを大胆に言う人がいるのですが、私はそうではないと思っています。

13頁は、四半期開示の説明のときに使用したものなので、「四半期」という言葉が入っています。ただ、申し上げたいのは、「適時の情報開示」が非常に重要であるということです。人的資本の開示だけをやっても、投資家にとっては有用ではないですよと、そういうことを言いたかったということです。

投資家としては、企業が経営戦略を立て、その経営戦略の中で、じゃあ、どういう人的配分にするかとか、人材教育をするかといったことがあると思いますが、まず、そういうものに基づいた長期業績予想の策定をし、投資判断を行います。ところが、投資家はそれだけで終わりではなくて、実はここから、経営戦略の進捗を確認するという作業が生じます。もし、高い業績予想をしたもの、実は全然だめでしたということになると、これは売却対象になってくるので、まさに、サステナビリティの進捗を財務情報で常に点検する必要があるということです。

#### ・財務情報・サステナビリティ情報の統合的な開示の重要性

14頁はもう少し具体的に書いているのですが、実際の経営戦略（ROIC経営）をやられた企業さんの例で、どのような投資判断になっていくかということを書いています。

まず、財務情報で収益構造とか財務状況の分析

が必要になってきます。

ご承知のことと思いますが、ROICは「投下資本利益率」ということですから、営業利益を投下資本で割ったものです。このROIC経営というのが企業の中ではやっているのですが、これはかけ声だけではなくて、実は人をどう動かすかというのが非常に重要になってきます。例えば働き方、今まで売上高一辺倒だったのが、収益性を重視するように評価体系を変えるとか、そういうことも必要になってくる。

ですから、ROIC経営と経営者が叫んでも、あるいは発表しても、投資家はそれでは動かないということです。ただ、そういったことが全てやられているとなってくると、経営戦略の実効性があると判断して、長期業績を上方修正して、そうすると、前述のようにディスカウントバックでも企業価値が高くなるので、「買い」の判断をする。

ただ、ステップ④以降に書いていますが、実際にそうなっているのかということを決算発表のときに財務諸表で確認し、例えば、ROICや売上高が上がっていないと確認できると、その都度、経営者に確認して改善を求めたり、それでも難しいと判断したときは売却するということになります。

ですから、サステナビリティ情報だけで完結する情報はなくて、財務情報と統合的に開示がされていることが重要ということです。

#### ・『IFRSサステナビリティ開示基準』に対する投資家としての期待

今回、IFRSのサステナビリティ開示基準を見ると、まさに財務、非財務の統合した情報が志向されているということです。先生方もご存じのように、「財務報告に関する概念フレームワーク」という会計基準の基準作成において必要とされる考え方をまとめたものがありますが、この多くの考え方方が今回のサステナビリティ開示基準に取り入れられています。

「主な利用者」も企業価値、投資家の判断に資すると定めているとか、あるいは「有用な情報の

質的特性」として目的適合性とか忠実な表現など、サステナビリティ情報は将来情報になってくるので、微妙に違っているところとかは当然あると思いますが、基本的な概念はそこで統一されているということです。ですので、財務情報とサステナビリティ情報は同じところで出てくるという中で、統合的な情報が提供されるということは、私ども投資家から見ると、非常にすばらしい取組みであると思います。

#### ・投資家以外からの要求（欧州の動き）

これも既に先生方でご議論された欧州の動きになります。欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）では、環境で5個、社会で4個、ガバナンスで2個、計11個のテーマ別基準が既に作られていて、EUの議会はちょっと開示項目が多過ぎるから20%減らせと言っているということで、大あわてで開示項目を20%減らそうとしているという話を聞いています。

これは既にご議論されているように、まさにダブル・マテリアリティです。企業の価値、あるいは企業のキャッシュフロー、あるいは投資家の判断への影響とともに社会に対する影響が必要になります。そうすると、今SSBJでも議論をしているのですが、生物多様性なんかを考えると、企業に与える影響というのは少ないのでないかと思っています。これは社会的にはすごく重要な話で、個人的にも重要だと思っていますが、企業価値で考えたときに、どういう企業が影響するのだろうかと思うと、食品とか製薬企業は影響するかもしれません、非常に限定的である。一方、逆に企業が生物多様性に与える影響、これは大きいかもしれませんとおもいます。基準のプライオリティーも、シングル/ダブル・マテリアリティで異なってくると思います。

これも既にご議論されていることですが、一番の問題は、2024年1月から、欧州に一定規模以上の拠点のある日本企業にこのESRSが適用されることです。また、2028年1月からは連結ベ

ースでも適用されることになります。全ての企業さんではありませんが、こういった基準が強制適用になってくるというのは、非常に大きな課題であると思っています。

ですので、これも既にご議論されていると認識していますが、ISSB・SSBJ基準とのInteroperability、これが非常に重要であると考えています。

私は IFRS の諮問会議の委員もやっていまして、大体50か国ぐらいの方で構成されているのですが、その中で、実はISSBをIFRS財団の下に設けるかどうかという議論から加わったのですが、やはり一番あるのが、欧州の基準がもうできてくるのに、それに間に合わせなくていいのかというのと、あと、そんなことをして説明力のある基準ができるのかと、いつもせめぎ合いが非常にありました。こういった中、ISSBも信じられないくらいのスピードでサステナビリティ開示基準を作ったと思います。保険会計の基準なんかは20年か30年かかっているとかいう中で、ISSBはたった1年か2年でここまで作ったというので、すごいとは思うのですが、常に欧州の動きに影響されるという部分もあるのかなと思います。

## 2. 日本におけるサステナビリティ情報の開示と保証

#### ・有価証券報告書での開示項目の拡充

これも前回黒沼先生がご説明いただいたところで、SSBJの法的な位置付けはまだ決められていませんが、金融庁長官の告示指定によって、国内の統一的なサステナビリティ開示基準にするということです。ただ、まだどうなるかは分かっていません。

もう一つ大きな動きだなと思っているのが、サステナビリティ情報の保証の導入です。これが急ピッチで今進んでいて、これももしかすると既にご議論されたかもしれません、今年の夏には公開草案が出てくるということです。これには、これもまた欧州で限定的保証が始まるというような

背景もあると思います。また、欧州、アメリカが入って日本は入らなくていいのかというと、多分そういうことでもないので、日本でも早々にこういうのも検討対象になってくるということかと思います。

開示ガイドラインのセーフハーバー・ルール、この辺はもうご議論されていますが、投資家として私が一番注目しているのは、経営者が投資者の投資判断に影響を与える重要な将来情報を認識しながら、あえて記載しなかった場合には虚偽記載等の責任を負う可能性があるというところです。これは非常に大きなところで、後でもご説明します。S1 基準でも、環境情報だけじゃなくて、ほかのサステナビリティの情報も開示しなさいというのがありますので、併せて効果を発揮するようになってくるのかなと思います。

他の書類への参照については、これも先生方がお詳しいと思うのですが、個人的には、任意の報告書といつても好き放題にはできないよということで、ここは有価証券報告書と関連するところではあるのですが、虚偽記載もあり得るというのは重要なかなと思っています。ここは解釈がいろいろあると思います。素人の私からはあまり言えないでの、以上です。

#### ・日本におけるサステナビリティ開示基準について

サステナビリティ開示基準の策定ですが、既に SSBJ から日本におけるサステナビリティ情報開示基準のスケジューリングがもう今されているような状況になっています。2023 年 6 月に ISSB の基準が確定するというふうに言われていますが、その予定が守られるならば、SSBJ の方でその ISSB の基準に基づいたビルディングブロックアプローチを活用して日本のサステナビリティ開示基準を作るということを既に表明しています。

2023 年度中に公開草案を出しまして、これは財務会計基準機構の中のデュー・プロセスがありま

すので、その後 3 か月ぐらい公開草案をやった後、2024 年度中に今の S1、S2 の基準を確定するというような予定を出しています。ですので、2025 年 3 月までにできたとして、2026 年 6 月の有報から、企業が活用できるようになるということです。

あと、強制適用対象とか時期についてはまだ未定です。これはあくまで基準はいつまでにできるという話で、それをどう使うかというのは、金融庁さん、東証さん、あるいは SSBJ が決めるのか、そこはまだどういう形になるかは分かりませんが、強制適用はまだであるということです。

一方、欧州に拠点のある企業は、2024 年 1 月から CSRD への対応も求められることになります。それで、2023 年度中、つまり 2024 年 3 月までに SSBJ の基準が公開草案として作られる。多少公開草案から変わるかもしれません、欧州に拠点のある企業の方は、2025 年 6 月からの海外での開示書類に対応する必要があると思いますので、SSBJ の案を参考にしながら CSRD に対応できると、そういう意味もあってこういうふうなスケジューリングにしているということになります。

#### ・サステナビリティ情報の保証について

サステナビリティ情報の保証については、日本でも導入の方向で検討されています。IOSCO もこの保証基準策定を歓迎ということで、2024 年頃をめどに基準策定予定としてかなり急ピッチで今作っており、冒頭に申し上げましたように、この夏頃にはこの基準ができるということです。

また、監査法人以外の保証機関も活用可能な基準の策定ということで、「プロフェッショナル・アグノスティック」という言葉を彼らはよく使っています。今、日本でももう 4 割から 5 割は監査法人以外が保証しているとか、欧州は比較的少ないのですが、アメリカですと 7 割から 8 割は監査法人以外がやっているとか、地域によってかなり違うということです。

あと、監査法人も突然サステナビリティ情報まで保証しろと言われても間に合わないということ

もあったりするので、当面は、監査法人以外も活用可能な基準の策定ということで、現状、任意で作られている保証基準の ISAE3000 とか、あるいは EER なんかを使うということと聞いています。これも当局の監督対象になる可能性があります。

やはり投資家から見ても、保証というのは、例えばグリーンボンドとかの保証ですが、かなり利益相反があるのではないか、あるいは、本当にこういう体制で大丈夫なのかなというケースもたくさんあります。例えば、実際にあった企業ですが、将来的にグリーンボンドを発行したいと思っていて、その企業があるサステナビリティの保証機関にアドバイスをまず受けたと。それでいろいろな体制を整えていって、大きなグリーンボンドを出すといったときに、その機関がグリーンボンドも保証するというようなことがありました。

あと、当然のことながら、そういう組織的な保証業務を確立するということも大事です。財務諸表監査では、公認会計士法とか、監査法人のガバナンスコードとかありますが、そういったことと全く同じ問題をこの保証も抱えているというふうに思いますので、金融庁さんの監督対象になるというのは非常に正しい方向だと思っています。

ちなみに、JICPA（日本公認会計士協会）さんなんかでも、今サステナビリティの教育プログラムとかを急ピッチで作ろうとされています。私もそのオブザーバーをやらせていただいたのですが、この辺は今急ピッチで皆さん進んでいるということになりますので、個人的には監査法人さんの活躍に期待しています。

### 3. ISSB のサステナビリティ財務関連情報とは

- ・サステナビリティ開示基準策定の委員会について

先ほどから説明させていただいているように、統合的な情報というのがやはり一番重要になると、いう中で、皆様ご存じのように、会計基準主体が、英語でシスター・ボードと言いますが、ISSB と IASB が隣り合っていることは重要です。ISSB が

あまりに急ピッチでやってまだ余裕がないのですけれども、将来的にはさらに連携するということになると思います。

足元でも、例えば、今 IASB がやろうとしているプロジェクトの一つに、気候変動の財務諸表に対する影響をもう少し明確にするというのがあります。IASB に言わせれば、今でも二酸化炭素排出量の高い会社は、減損はしなくとも、そういう状況があるというのは開示すべきであるということです。しかし、これがなされていないということで投資家から猛反発を受けているという中で、基準の変更ではなくて、そういうガイダンスを作りたいと思っています。

ただ、そうすると、ISSB の中でも、財務諸表への影響を明確にするというのがあるので、この辺が重なってくるので、そのあたりをどう整理するかといったことが生じます。

日本の方も、FASF の下に ASBJ という会計基準設定主体と、私も委員をさせていただいている SSBJ という委員会があって、同じ考えの元にやつてていくとなっています。ただ、今の ISSB 基準というのは、IASB の会計基準と同じ思想で作られているということで、SSBJ の場合は、ISSB と同等性を持つ基準を作るとすると、ASBJ の会計基準と IASB の会計基準が全く同じ考え方かというと、微妙に違うところもあるというような話も多分出てくるかもしれません。

例えば、後でお話する「一般目的財務報告」という概念は日本の会計基準にはないとか、あるいは会計の中でも重要性（マテリアリティ）という概念はないとか、いろいろな新しい用語とかが急激に入ってくるので、実務的には多分そんなに影響はないと思いますが、もしかしたらどこかで影響が出てくる可能性もあります。

アグノスティックという言葉が皆さん最近好きなのですが、ISSB は、アカウンティングスタンダード・アグノスティック、会計基準に関わりなくというような基準であるということを言っているようです。実務的にはそんなに大きな影響

はないと思いますが、サステナビリティ開示基準の問題点の一つかなというふうに思っています。

・ISSBの『サステナビリティ関連財務情報』とは  
サステナビリティ関連財務情報というと、まどろっこしい言い方になっていますが、財務諸表に掲載される情報と、昔に投資家が言っていた非財務情報は、財務諸表には載ってこないのですが、将来的には財務情報に転じる非財務情報があつて、ISSBの作る基準設定の範囲はここですよということを言っています。

例えば気候変動なんかは、2007年にISSBができていて基準を作るとなつたら、多分基準の対象にはならなかつた可能性があると思います。ところが、パリ協定ができて、二酸化炭素排出量を減らすことが財務情報に将来大きな影響を与えることになってくるので、②(25頁・企業開示の3層構造)に入つてくるということですね。ダイナミックマテリアリティ・アプローチと言うのですが、マテリアリティに準じて情報が入れ代わっていくことかなと思っています。

もう一つは、国際会計基準と違つて、海外ではよくグローバル・ベースラインと言うのですが、彼らの基準を直接海外に適用しようとは思っていないということです。ここがIFRSとは大きな違いかと思います。会計基準では、日本では苦い経験だと思うのですが、IFRSの基準は、特に日本では、のれんと、あとリサイクリングのところがどうしても受け入れられないというので、修正IFRS基準を作ろうとしたのですけれども、それは待てとIFRS財団から言われて、結局JMISという名前に変わつたという歴史があります。国際会計基準はそのまま使つてくれというのが基本的なスタンスです。しかし、サステナビリティ開示基準というのは、まさに欧洲なんかは、この上に積み重ねて、ダブル・マテリアリティの基準を作る、だから違つてもいいということですね。

ただ、いろいろ話を聞いていると、違つてもいいけど、ISSBが開示要求事項としているものを削

減してはだめですよ、しかしそれを上乗せするはありますよと、そういうことを言つてゐるのかなというふうに思つています。

SSBもこれから基準を作るのですが、そういう中で作つていくことになります。上乗せつても、ISSBの基準は、すでに、すごく詳細な基準になつてゐるので、そんなになく、同等性のある基準になると思うのですが、そういう形で作つていくということです。

#### ・ISSBの公開草案①

これは既にご議論されていると思うのですが、現状、S1とS2部分で基準ができているということです。S1はいわゆる全般的な要求事項、S2がテーマ別、気候変動の基準ということになつています。S2は、今は気候変動ですが、もう既にISSBからアジェンダ協議が出ていまして、その中で、気候変動が終わつて、次はどの基準を作ればいいかということをマーケット参加者の方に聞いているということです。

ISSBの案では、「生物多様性」「人的資本」「人権」などが候補となつておらず、これが基準策定されれば、S3とかS4とかいうのでどんどん欧洲の基準のようにできてくるということだというふうに認識しています。

日本でもすごく話題になつたS2基準案の中に、指標・目標というのがあって、11セクター、68業種の産業別開示指標で資料としてこんな分厚いものがありまして、これはSASBのアメリカで作られた基準でした。私はアナリスト協会の意見の取りまとめもしているのですけれども、非常に評判が悪くて、投資家でさえ使えないよということで、基準化は見送られて、参考書類ということになりました。

#### ・ISSBの公開草案②

S1基準案ですけれども、これが一番基本になる基準ということになつてきます。内容は、「全般的な特徴」と、あと「コアコンテンツ」と言われ

る開示の骨格、開示の枠組みと言った方がいいかもしれませんですが、その2つの部分から構成されています。

「全般的な特徴」は、つながりのある情報、重要性は何かとか、比較情報、過去の情報をどう扱うか、報告の頻度、見積もりなど、先ほど申し上げた財務会計、財務会計基準の概念フレームワークに類するようなもので、ここに全てそういう概念が入っています。ですから、どういう考え方でこのサステナビリティ基準を作ったかというのが分かることになります。

一方、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標及び目標」という4つの項目は、金融庁さんが今回設けられたサステナビリティ記載欄と同じ項目になっていまして、今後 ISSB の基準ができたときにはこのまま金融庁さんの開示にも適用できるようなたたずまいになっているということと理解しています。

「ガバナンス」は取締役会がどう見ているかとか、「戦略」はサステナビリティのリスクと管理に対応するための戦略、「リスク管理」はどう機会とかリスクを見つけますかとか、「指標及び目標」は経営者が計測する指標とか目標を出すということです。

この「ガバナンス」と「リスク管理」というのは、S1、S2 で全く同じ内容です。ですから、金融庁さんの有報でも「ガバナンス」「リスク管理」をまずは開示して、ほかは重要度に応じて「戦略」「指標及び目標」の開示になっていると思いますが、まさに ISSB の「ガバナンス」「リスク管理」は、やはり会社として一つの取締役会の役割、機会・リスクを管理する仕組みということなので、内容的にも全く同じです。そして、「戦略」「指標及び目標」で大きくテーマ別で具体化しているということになります。

このコアコンテンツの4つの区分というのは、既に企業さん、あるいは投資家が非常になれている TCFD という気候変動の枠組みと同じということなので、こういったことは市場の浸透に非常に

影響するのではないかというふうに思っています。

#### ・ ISSB の公開草案③

この草案のところで注意しなければならないなと思っているのは、IFRS の諮問会議は ISSB を作るべきかどうかという議論の中でも、ISSB ができた後にどういう基準を作っていくかというときも、climate first ということがよく言われたのですね。気候変動が一番差し迫った課題で、企業の財務にも、企業価値にも大きく影響するので、まずは企業の気候変動の規則を作るべきだというような議論がかなりありました。実際、テーマ別では S2 で気候変動のテーマ別基準が最初にできたということがあります。

ただ、この基準でちょっと見ていただきたいと思うのは、企業のキャッシュフローに影響のあるサステナビリティ関連のリスク・機会に関する重要性のある情報の全ての開示を企業に求めるということです。「全ての」というところが非常に重要です。

先ほど、金融庁さんの開示ガイドラインで、経営者の方が気づいていて開示しなかったら虚偽記載のリスクがあるよということが書いてあると言いましたが、気候変動だけできたから、それだけやればいいというわけではなくて、例えば人権、あるいはほかにいろいろなサステナビリティ課題があると思いますが、そこを経営者として重要な情報として意識していながら開示しないというのはだめですよということを、S1 基準の中でも入っているということになります。

ただ、これに関しては、海外の企業でもかなりきついということで、1年間の猶予期間を設定ということです。ですので、まずは S2 基準だけということになってくるのですが、1年たつと S1 が適用されることになります。

そのときに S2 は、気候変動は全部詳細にあるのですが、それ以外の「全ての」って何をすればいいのかというのが企業さんからあると思うのです。我々は何を見ればいいのかと。これについて、

基準では、公開草案から内容が変わっている部分となります。例えば GRI というものが入っていたり、欧州の基準が入っていたりの変更があるので、基本的には ISSB の強制力のないフレームワークを参照してサステナビリティの機会・リスクを認識しなさいという、そういうふうなことになってくるということです。これは日本ではあまり一般的に言われていないのですが。

後でも言いますが、こういった ISSB の基準、あるいは SSBJ の基準もそうなるとは思うのですが、かなり外部参照が多いのですが、致し方のないことではあります。将来的に課題になる可能性があるのではないかと思います。

それはともかくとして、こういったところで企業の将来キャッシュフローに与えるサステナビリティの重大なリスク・機会というのを見つけてきて、その中でマテリアル (material) な情報、投資家の意思決定に関わるような情報を集めて、あるいは選別して、それでサステナビリティ関連財務情報を開示すると、そういうふうな仕組みとなっています。

これも余談になってしまって恐縮ですが、「マテリアルな情報」とあるのですが、これが日本の任意の報告書で使われている「マテリアルな情報」とかなり違うので、その辺が今後どうなるのかなということがあります。これは、今更、マテリアルな情報と使っては駄目というと大混乱を来すので、そういうことは多分誰も言わないと思うのですが、ここで言う、日本の企業さんが一般的に言う、企業に関わる情報、それから社会に関わる情報を使うマテリアリティ分析でのマテリアルな情報は、ISSB 基準では、significant になり、マテリアルな情報にはなりません。よく 2 段階アプローチというのですが、こういう考え方をされていて、ここは今後の課題とは思いますが、あんまり混乱させてもどうかと思いますので、これくらいで止めます。

#### ・ ISSB での審議事項（公開草案からの変更事項）

ISSB の公開草案は去年の 6 月頃に出されたということですけれども、それから ISSB のボードができる、11 月ぐらいですか、本格的にモントリオール、フランクフルトで毎月のように集まって会議をされています。IASB の会計の方はロンドンだけだったのですが、こちらの方はフランクフルトとモントリオールで交互にやられていて、日本からは小森博司氏が参加されているということです。

その中で、当初に基準を見たときは本当にびっくりするような基準で、みんな shall、やりなさいということで、言っていることはおっしゃるところなのです。ただ、投資家としてはそれができればありがたい、比較可能性の観点でもありがたいのですが、本当にこれを全部できるのかというと、正直、欧州の会社とかでも多分無理だろうなというようことがあったわけです。しかし、10 月から毎月審議をする中で、かなり現実的なところに落ち着いてきたのかなというふうに思っています。

一番、思いますのは、12 月のボード会議で、Proportionality の概念を入れたというところで、「supportable and reasonable information without undue cost and efforts」(29 頁) ということで、過大なコストとか努力はせずに、その代わり信頼できる、あるいは投資家にサポート可能な情報を提供しなさいということです。ですから、日本でもよく議論になりますスコープ 3、これは日本だけじゃなくて、海外でもすごく問題ですけれども、最初から完璧なものを出すというのは非常に限られた会社で、特に推計が使えないとかになってくると、これは多分会社は無理ということになります。

投資家としては、例えば自動車産業も、スコープ 1、スコープ 2 だけ出していただいても、やはり自動車が実際に出した CO<sub>2</sub> が本当は自動車会社にとってリスクになってくるので、スコープ 3 が欲しいということで、Proportionality で、例えばスコープ 3 の中でもどの番号でこういうことをやったとか、投資家と対話をしていく中で徐々に

開示レベルを上げていくという、こういった考え方ですね。ですから、前に ISSB のバイスチェアが言っていましたが、全部一つの船に乗せて、それで徐々に開示レベルを上げていく、こういったやり方ができる、これが非常に大きかったかなと思います。

投資家からすると、比較可能性がなくなるという観点はあります。そういうデメリットはあるのですが、その分、仮定・前提とかをしっかりと出してもらうということで補ってもらうということと思っています。その詳しいガイダンスはこれから出ると聞いています。

あと、ちょっと前に戻りますが、S1 の中で、今の公開草案を見ていただきますと、今まで単純に、企業価値に関わる全てのサステナビリティの機会とリスクを開示する、これが開示の目的というふうになっていたのですが、今回サステナビリティは何だという話がかなり出てきて、ここに「社会・環境に関わる事項」という縛りを入れたということです。ですので、そういう意味では範囲は狭まった。

日本で言うと、私も委員をさせていただきましたが、「人的資本可視化指針」というのがあるのですけれども、多くの部分は、雇用というのは社会的に重要であるというふうに認識すれば、基準の設定対象になってくるのですけれども、それを認められないとすると、DEI（ダイバーシティ・エクイティ・インクルージョン）ですか、そういうものだけになってくる。今のアジェンダ協議で次にどういうふうな——労働者への投資ということも書いていますので大丈夫とは思いますが、そういうことを思っています。

財務情報とサステナビリティ情報の同時報告というのが望ましいのですが、ただ、気候変動とか、日本で言うと、今環境省さんの開示があるので、その法律との関係で厳しいですよといった意見がかなり強いので、ISSB も 6か月程度の救済措置と言っていますが、この辺をどうしていくかというのは大きな課題です。

先ほどから申し上げている統合した報告の中では同時報告というのは欠かせないので、ISSB としてもこれは重視しているのですが、ここをどうしていくかというはあるのだろうと思います。

S2 のところでは、気候レジリエンスでは定性のシナリオ分析を認めるので、随分ハードルが下がったのかなと思います。

あと、先ほど申し上げたように、産業別要求事項は基準化を見送ることになっています。

- ・ ISSB 基準の日本での適用に当たっての課題

やはり今後幾つか課題があると思っています。最初は、外部文章の参照です。例えば GHG プロトコールという温室効果ガス排出量の計算手法、それを ISSB の中では使いますよということは言っているのですが、それを ISSB の中で決定するか、あるいは SSBJ の中で決定するかというと、あるいは一からそれを策定するかというと、多分そこまで時間もないなると思います。

2つ目が、欧州の基準との整合性です。これは先ほど申し上げましたように、ISSB のチェアなんかが一番気にしているのは、欧州の基準とかとの Interoperability だとおっしゃっていましたが、そこが一つあります。

3つ目が、情報の品質格差ということです。これは財務会計との決定的な違いかなと思っています。

例えば売上げの収益認識基準とかが最近できましたが、それは大きな会社でも、小さな会社でも、適用すれば、一定程度プログラミングをやればできるということだと思います。今回、公開草案がかかっていますけれども、リースの会計の基準、これはバランスシートにいろいろなオペレーティングリースなどを載せてくるということで大きな基準変更だと思います。ただ、これも 2年ぐらい、通常よりは適用までの時間をあけるとはいえ、大きな会社であろうが、小さな会社であろうが、適用可能であるということです。

サステナビリティ情報もできるだらうと言われ

たらそれまでなのですが、ただ、投資家の私が言うのもなにですが、やはり企業を見ていると、時間がかかるところがあるのかなと思っています。それは、例えばガバナンスのところで言うと、取締役会の監督機能の変更には、その体制を整える必要があるとか、あるいは戦略でサステナビリティの機会とリスクを認識・識別して、それに対する戦略を立てて、ちゃんと組織として人の配置も含めて考えていかなければならないというのがあって初めて可視化——「開示を行う」と書いていますが（30頁の図）——できるということですね。その辺が財務会計とは違って、一定程度、情報の品質格差というのが出てくると思っています。これは仕方がないと言われればそれまでですが。ですから、ISSBの基準の中にProportionalityという概念を入れたというのがあるとは思うのですが、ここは一つ、今後大きな課題になるのだろうと思います。

以上、サステナビリティ情報開示要求の高まりの背景と日本における状況、それからISSBのサステナビリティ財務関連情報ということでお話をさせていただきました。雑駁な話でいろいろ言つてしましましたが、どうもご清聴ありがとうございました。

~~~~~

## 【討 論】

○黒沼 井口様、どうもありがとうございました。大変詳しい内容を丁寧にご説明いただいたと思います。

私の見るところ、ESG投資に関するお話と、それからサステナビリティ情報の開示基準に関するお話があったと思うのですが、順番に区別して質問をお受けするというよりも、全般的にどの論点でも質問があればお受けしてお答えいただくということにしたいと思います。

いかがでしょうか。

## 【ISSB基準の適用範囲】

○黒沼 それでは、私の方から1つ質問させていただきます。基本的なことなのですが、ISSB基準ができた場合に、これは世界的に通用するものと考えていいのでしょうか。

というのは、日本はこれに基づいて日本基準を作成して適用すると言っているわけですが、欧州ではもうそれとは別のものがいわばでき上がっていて、それに合わせたものを作つて、欧州がそれを採用すると言うかどうかはともかくとして、共通している部分は当然あると思うのです。アメリカはどういう見通しかご存じでしょうか。

○井口 アメリカは、ご存じのように IFRS の会計基準のコンバージェンスが一旦止まっているという形なので、基本的には、これもご議論があったように、今 SEC が別途、気候とかをやつていう形で、ちょっとやっぱりアメリカは厳しいと思います。ですので、それ以外ということになっていくと思います。

欧州は、私の知っている限りで言うと、欧州の基準を見ていただくとフィナンシャルとインパクトの2つに分けているのですけれども、フィナンシャルのところは基本的には ISSB の基準で統一して、インパクトのところは独自に作っていくといった形になるのかなと思っております。どこまで ISSB で、どこからが欧州の基準になっているかという、そういう区分がわかるような整理もされるというふうに聞いています。

ですから、一部の日本企業も欧州の基準の適用対象となるのですが、フィナンシャルの部分は ISSB、あるいは SSBJ の基準になり、インパクトの部分のみ ESRS の基準に基づいてやっていくのではないかなと思っております。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

## 【マテリアリティの基準】

○齊藤 私は先日サステナビリティ情報開示の欧州についての報告をさせていただきましたが、井口様のご報告をお伺いして、さらに理解が深ま

り、ありがとうございました。

サステナビリティ開示基準の部分は、私の報告では深く立ち入れなかつたところでございましたので、せっかくの機会ですので、ご質問させていただきます。

たくさんのフレームワークなどが乱立した後、最近統合ないし集約されていく動きがあると存じますが、私が理解しているところでは、この種の基準やフレームワークも、投資家向けの、つまり最終的には財務諸表にはね返ってくるような事項かどうかという視点で作られているものと、社会に対するインパクトの観点から作られているものの2つに分けられ、すなわちシングル・マテリアリティなのかそうでないのか、という観点ですが、GRI はどちらかというと後者の社会のステークホルダー向けの基準であるように理解しておりました。しかし、先ほどスライド 28 などでは、そのような基準を ISSB が考慮に入れているということでございまして、そういたしますと、ISSB の立場は、ダブル・マテリアリティとどう違うのかと思いました。

○井口 まさにご指摘のとおりですね。

○齊藤 結局、ダブル・マテリアリティとシングル・マテリアリティを区別する意義がなくなつてくるのでしょうか。それとも、そこは重要な違いとして、今後も区別されていくべきなのでしょうかというところをお伺いしたいと思います。

○井口 おっしゃったところは、私も ISSB の記録しか見ていないのですが、かなり議論が白熱して、1人のボードメンバーは反対票を入れたというぐらいで、まさにおっしゃるとおりです。

あと、ESRS の参照についても、ダブル・マテリアリティを見てどうするのかということなので、これはどういう基準の落とし方か分からぬのですが、ISSB から出てきたテンタティブなデシジョンのところには、GRI の基準の中でも企業の将来キャッシュフローに関連する ISSB の考え方沿った部分のみを参考にするというふうなことが書いてあります。ですから、GRI といつても、おっ

しゃるように、かなりいっぱいデータがあつて、それを見て参考になるところがあれば使えばいいよということです。

ただ、それは、おっしゃったようにダブル・マテリアリティの観点で使うのではなくて、ISSB の観点、あるいは企業のキャッシュフローに影響を与えるようなリスク・機会の認識においてそれを活用してくださいねという、そういう枠をはめているということになっているようです。

○齊藤 分かりました。ありがとうございます。

#### 【ESG 投資とアクティブ運用】

○梅本 どうもありがとうございました。大変よく理解できました。

私が質問させていただきたいのは、サステナビリティ情報の活用のスライド 10 のあたりです。とても納得感のあるご説明でした。アナリストが ESG 分析で企業価値に影響を与えないものと与えるものとを区別して、与えるものをベースに分析して中長期業績の予想に反映させて投資していくということだったかと理解しました。事前に資料を拝見したときには、具体的に何が影響を与える何が影響を与えないのか分からなかつたのですけれども、ご説明いただきましたように、例えば環境情報というのは、10 年以上前だったら左 (影響を与えないもの) だったけれども、現在は右の方 (影響を与えるもの) に入るものが多いということですね。

○井口 そうですね。

○梅本 私がよく分からなかつたのは、そのさらに下の「企業活動」のところで、企業活動が ESG で埋めつくされていますが、これはもしかして、非財務情報、さきほどご説明いただいた用語を使うなら、サステナビリティ財務関連情報がここに当たるという理解でよろしいのでしょうかね。

○井口 そうですね。ここは企業の重要な情報じゃない情報も含んでいるということです。

○梅本 そこで疑問に感じましたのは、そういう様々な情報の中から企業の将来業績に影響を与

えるものを抽出し分析して、将来キャッシュフローを現在価値に還元して、現在の株価と比較して個々の銘柄につき割安・割高を評価したうえで売買するという考え方というのは、結局、従来のアクティブ運用とどう違うのだろうかと。

私の理解していた ESG 投資というのは、もっと素朴な、環境に優しく、従業員に優しく、またガバナンスがしっかりとしている会社に投資しましょうといったイメージだったのですけれども、ここで描かれている ESG 分析ですとかそういうものは、アクティブ運用に近いものという理解でよろしいのでしょうか。

○井口 そうですね、私の理解はそうです。ですから、人によれば、ESG と言っていますけれども、ESG という言葉自体がなくなっていくのではないかということを言う人もいます。そのとおりかなと。

環境・社会・ガバナンスというところで企業の活動の理解をより深めて、それをアクティブ運用に使っていくというようなことになります。おっしゃるように、アクティブ運用といっても、いろんな運用手法があって、四半期で売買したり、あるいはケイ線だけでやっているところも昔はよくありました。そうではなくて、長期の視点でしつかり見て、その中で環境・社会・ガバナンスを見てやっていくというふうなことになります。先生がおっしゃったような環境をよくする活動をしている企業、かつ企業価値を高めることもやっている会社を対象として投資を行う。インパクト投資というのが出てきているということがあるのですけれども、そのようなアクティブ運用の中でもアクセントを付けた運用というのは当然あります。社会、例えば雇用・従業員にいいことをしつつ、企業価値も上げていくという。

ただ、おっしゃるように、ここで私が申し上げたのは、ある意味オーソドックスなアクティブ運用、その中でも中長期的な視点でのアクティブ運用となります。

### 【投資先企業との向き合い方】

○梅本 ありがとうございます。もう1点だけお願いします。

投資先企業との向き合い方で、この ESG 要素というのはどういう位置づけになるのかお聞かせ頂ければ幸いです。先ほど会話の中で、あんまり認識していなかつたけれどもみたいなお話がありましたけれども……

○井口 環境ですね。

○梅本 ええ。対応の仕方としては、例えば第一にシンプルな対応として、環境に配慮しない会社の株式は持てないということで売却するというものがありますが、第二に保有株数が多すぎて売却できないのだったら議決権行使で経営陣の選任議案に反対するというものから、よりソフトに対話で促していくというやり方など幾つかのバリエーションがあると思うのです。ニッセイアセットマネジメントのような機関投資家は、対話段階で行動を促すなり、情報開示を促すなりという形で対応するというのが一般的なのでしょうか。

○井口 このやり方をやっていると、すごく企業の経営者と目線が合うことになります。つまり、企業の経営者って、いろいろなことをやっていらっしゃるのですけれども、一番何が彼らの頭の中にあるかというと、結局、長期的な、将来の企業の利益をどう増やしていくかというのが最大の使命だと思っているということだと思います。ですので、企業利益に関連する ESG 事項の改善について議論することは経営者と目線が合うことになります。

例えば環境の問題ですごく将来深刻な状況にある会社さんですと——最近はもうみんな意識されていますけれども、御社の企業評価が低いのは、長期的な削減計画や事業計画を、実際にそう思っていても全然開示していないからですよ、ちゃんと将来の環境を意識したうえで中期経営計画を作ってくださいといったことをお話しします。

社会のところなんかもそうですが、例えば人的資本のところも、アミューズメントとかの業界で

すと、やはり従業員の方が生き生きして、それでそれが顧客を引きつけるという要素もありますので、その中でちゃんとそういうことを把握していくというのは大事なので、やられたらどうですかというようなことと、そういったことをちゃんと開示したらどうですかと話します。

ESG で分析すれば、言い方は悪いですが、どこをつければ企業価値が上がるかというのがよく理解できるのですね。何でこの会社はこうやっていないのだろうとか。そういうことを認識し、しつかり対話するということになります。

こういったことを運用会社の中で役割を分けてやっているところもあります。例えば、ESG は責任投資部で、企業分析はアナリストチームとか。ただ、私は、これを一緒にやることによって、効果的な対話活動というのがよりできるようになっていくんじゃないかなと思っております。

○梅本　　よく理解できました。どうもありがとうございました。

#### 【会計基準とサステナビリティ開示基準との関係】

○片木　　国際的な ISSB の制定と並行する形で、我が国でも財務会計基準機構におきまして SSBJ を今開発しつつあると報告いただきました。もちろん、同一性をかなりの程度では維持していくのだろうと思うのですが、必ずしも完全に同一にはならない可能性があるというご報告もいただいたと思っております。

ご存じのように現在の日本では、IFRS（国際財務報告基準）については任意適用という形になっておりまして、一定の条件を満たす企業であれば、国内会計基準ではなく、国際会計基準の方を利用することを認めるという形になっております。サステナビリティ開示基準についても、国内での開示においても ISSB の方を利用しますという形になっていくのでしょうか。

その場合、IFRS を任意適用であれ使っているというのであれば、必ず ISSB の方を使ってくれと。だから、ISSB は使うけれども、サステナビリティ

基準は SSBJ を使いますというのは認めないという理解になるのかどうかということですけれども、教えていただければと思います。

○井口　　これは私の意見も入ってしまうのですが、まず、ちょっと私の言い方が悪かったかもしれません、ISSB と SSBJ の基準というのは、対象とする会計基準が違うので、違うところも出てくるかもしれません、基本的には同じ内容になると考えていただいていいと思います。SSBJ の方の基準がゆるゆるになってしまふと、国際的な信頼性がなくなってしまいますので、それはないかなと思います。

あと、先生がおっしゃったところで言いますと、まだ法律ができていないので何とも言えないのですが、現状は、ご承知のように、会計基準は金融庁長官の告示指定ということで、国際会計基準とか日本基準が入ってくるので、おっしゃるように使っていいよということだと思います。しかし、サステナビリティ開示基準に関しては、「国内の統一的なサステナビリティ開示基準とする」という方向性が示されているのみとなります。

ですので、会計基準の場合は ISSB の基準と ASBJ の日本基準の2つの並立。あと SEC の基準もありますが、そういうふうなことになっていると思いますが、サステナビリティ開示基準に関しては、今のところ、金融庁の報告書とかを見る限り、SSBJ の基準一本ではないかと思っております。それが、どのように適用されるのか、強制適用されるかとか、それはまだ、私の段階では全然分からぬ状況です。

そうすると、企業さんがもちろん ISSB の基準をやってもいいのですけれども、それは法定基準ではないので、任意の報告書では当然いいと思うのですが、そのような建て付けになってくるのではないかかなと思います。ですから、会計基準とはちょっと違ったやり方になってくるのではないかかなと思います。

○片木　　ありがとうございます。実際的にはあまり関係ないのかもしれません、先ほどからの

ご報告の中で、サステナビリティ開示基準と会計基準との統一性といいましょうか、両者が一体として初めて意味を持つのだということを強調されていたと覚えておりますので、そうしますと、サステナビリティ開示基準と会計基準の方とで異なるものを使うというので、果たして統合性がとれるのかという気がするのですが、その点いかがでしょうか。

○井口 今、ISSB の立場としては、会計基準は必ずしも IASB じゃなくてもいいということで、会計基準アグノスティックですか、会計基準を必ずしも指定しないものであるということでやっているので、ISSB とか SSBJ の基準を使うから会計基準は IFRS 基準を使ってくれと、そういうことはまず言っていないということになります。

ただ、実態面で、先生がおっしゃるように、例えば 27 頁の「全般的な特徴」を見ていただくと、会計の先生なんかはよくお分かりだと思いますが、ほとんど、IASB の財務会計基準の概念フレームワークの考え方から来ているということですので、どこかで少しほのびた可能性もあるのかなというふうには思っています。

ただ、すみません、私はまだそこまで深く分析していないので分からぬのですが、そういうふうな状況になっています。今のところ、実務的にはそんなに影響はないのかなと思うのですが、そこは注意して見ていくところかなと、まさにご指摘のとおりかと思います。

○片木 どうもありがとうございました。

#### 【ESG 投信とバリュー投資の区分】

○加藤 ご報告ありがとうございました。10 ページのスライドについて、梅本先生と同じような感想を持ったのですが、それに関連して 1 点質問させてください。

今年の 3 月 31 日に ESG 投信に関する監督指針の改正が行われましたが、10 ページで説明されたような投資戦略を採用する場合には、そのファンデの名前や説明の中で、これは ESG 投信ですとい

うことを名乗ってはいけないことになるのでしょうか。

○井口 これがまず投資運用プロセスの中の企業価値を算出するまでということで、これを次にどう使うかという話があります。例えば企業価値を算出するまでは ESG を使って、ただ、実際の投資判断においては、その計算された企業価値よりも割安だから買うという使い方もあります。これは、例えば環境にすごく悪い影響を与えていた企業も買い増すというファンデ、いわゆる「バリュー投資」と言われる投資ファンデになってきます。そのバリュー・ファンデマネージャーも、環境に悪いということは、環境要因で、将来的に企業価値が棄損するのは分かっている。ただ、実際の株価はそれ以上に低いから、"割安" ということで買う。これは ESG インテグレーションの一手法なのですが、ESG 投信とは言わないというふうに理解しています。

ESG 投信と名付けられるのは、金融庁さんの監督指針でも、投資判断において ESG 要素を主たる要素としてやっているということなので、環境・社会・ガバナンスが業績を牽引し、企業価値が増えていきますので投資しますよということになると思っています。この場合、ESG を“主要要素”として、投資判断を行っているということになります。我々はそれを ESG 投信というふうに名付けて、お客様に販売するということになっています。

ですので、ESG 要素を使って企業分析をしても、それにどう活用するかというところで 2 つに大きく分かれてくると思っていまして、ひとつは、直接的に ESG が将来企業価値を引っ張っていくので、さらに企業価値が高まるので、それに投資するというやり方で、これは、企業価値も増えるのですが、環境にもプラスになるというようなことで、環境にも貢献しているし、企業価値にも貢献するので、ESG 商品といつても、一般投資家の方も納得されると思います。

一方、ESG を使って企業価値は計算するけれども、バリュー投資の場合のように、割安だからと

いって、環境を棄損するような企業までも投資するという場合、ESG 投信といつても、一般投資家の方は納得されないのではないか、と思います。

弊社のサステナビリティレポートに開示しておりますが、その中では、ESG インテグレーションの商品の枠の中に小さく ESG 投信を設定しているのですけれど、そういうふうな考え方をしているということになります。

○加藤 どうもありがとうございました。

#### 【significant と material の相違】

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

それでは、私から 1 つ質問したいのですが、ISSB の公開草案では、significant なサステナビリティ関連のリスクと機会について material な情報を開示させるというのが根本方針だというふうに資料を読んだときには理解していました、ここで言っている significant と material というのはどういう違いがあるのだろうと思っていましたら、今日のご報告ではこの significant というのは落とされたということですかね。

○井口 そうですね。

○黒沼 全てのサステナビリティ関連のリスクと機会についての重要な情報を開示させるというふうに変更されたと伺いました。

○井口 はい。

○黒沼 そうすると、もともとこの用語はどういうふうに使い分けられていて、それが落とされた理由はどこにあるのか、そのあたりのことをもう少し教えていただければと思います。

○井口 企業の将来のキャッシュフローに与える全ての重大なサステナビリティ関連リスク及び機会に関する重要性がある情報の開示という中の significant を落とされたということですが、正直言って、はっきりしないところがあります。

ただ、一つ理由を聞いておりますのは、欧州のESRS との関係とか、あるいは、サステナビリティのリスク及び機会の情報が、おっしゃるように広がるリスクというのはあると思うのですが、最終

的には重要性のところで絞ってしまうので、なるべく他の国に適用しやすいようにするという中でこのような形になったと聞いています。日本的には、この significant という考えはよかつたと思うのですけれども、海外の一部の国からは、この「重大な (significant) 」というのは要らないのではないかというので、これが落ちたということになります。

○黒沼 そうですか、分かりました。

最初ぱっと見たときに、「重大な」の方は客観的に判断して、重要性があるかどうかはそれぞれの企業に判断させるという意味かなというふうに思ったのですが、その「重大な」というのは落ちたということで、全てのものについて一応判断せよと、その結果、企業が重要だと思う情報の開示をしなければいけないと、そういう理解でよろしいのでしょうか。

○井口 そうですね。ただ、28 頁は SSBJ の資料から取ってきたものですけれども、結局、「重大な」というのが付いていようが、付いていまいが、実務的には、やはり企業が判断するときには、一定程度、その企業価値に与える影響という significant といった考え方が必要になってくるのかなと思っています。そうすると、一定程度絞り込みというのは必要になってきて、その中でも、投資家にとって重要な情報を提供するという、そういうふうなことになってくるのかなと思っております。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。  
ほかにいかがでしょうか。

#### 【サステナビリティ情報と財務情報との関係】

○黒沼 それでは、もう 1 問だけ私から。ESG 投資の話の中で、サステナビリティ関連の情報と財務情報との関係について、サステナビリティで成果が上がっているというだけではなくて、財務数値に反映していることが重要であると、そういう分析をされています。

○井口 はい。

○黒沼 そうすると、例えば今回有価証券報告書で重要な課題だと考えたものについてですけれども、サステナビリティ関連の指標と目標を示すということは、投資家にとってあまり意味がないということになりますかね。

○井口 まさに 34 頁に書いてありますて、人的資本のデータばかりで恐縮ですけれども、サステナビリティというのがやはり長期のものになってくるので、財務情報に反映されるまでに時間がかかる。つまり、単年以上の時間がかかる可能性がある。だから、例えば人的資本ですと、将来の教育レベルというのがあると思うのですが、ここまで行ったら店長として使えるからというような情報、それは KPI で出してもらう、そうすると、まだ財務諸表では確認できないのですが、なるほどこういうふうに進んでいるのだったら、近い将来必ず財務諸表の売上げなどで確認できるなというので、投資家としてはそこで買いの判断ができるということになります。あるいは、逆に、人的戦略をここまでやっているのだから、きっとうまくいくと思ってやっていたのが、あれ、全然 KPI は進んでいないなというので投資しない、あるいは売却するということもあると思うのです。

この意味で、サステナビリティ情報において、指標とか目標というのはやはりすごく重要なものになってくると思っております。

○黒沼 分かりました。ありがとうございます。

#### 【人的資本の開示におけるマテリアリティ】

○齊藤 日本の基準形成についてのご感触を伺いたく存じます。

例えば、欧州でダブル・マテリアリティにいくというのは一つ理のある話ではないかと感じております。つまり、欧州というのは、一つの市場単位であるだけではなく、全体で一定の価値を目指している存在なので、市場も社会も統合的な価値基準の下におくために、整合的なルール形成をしていくというのは筋の通る話ではあるのです。

他方で、IFRS がシングル・マテリアリティとい

う方向に向かうのもよく分かります。IFRS の背後には、E や S の要素について共通の価値基準があるわけではなく、例えば、パリ協定があるとしても、別に IFRS 自身がそれを推進しているわけではありません。ですので、投資家の収益性というところのみ、みんなが合意しうる基盤があるというのもまた、よく分かるのです。

これに対して、日本という単位では、ある意味欧州と同じようなルール形成をしようと思えばできる。つまり、日本には市場があり、日本市場向けのルール形成の場もあるけれども、同じように、日本という単位で労働規制や環境規制もあって、それらについて統合的に開示規制を整理していくうと思えば、それができる環境はあるよう思うのです。しかし、現在の日本の基準づくりを拝見しておりますと厚労省や環境省も金融庁もこれらの官庁の背後にいる関係者も手を携えて非財務情報の整理を統合的にていきましょうという話にはあまりなっていないように思われますので、現在の体制では、規制を整備するとしても、せいぜいシングル・マテリアリティの方向にしか行けないであろう、という印象を持っております。

ただ、人的資本の開示を見ておりますと、収益性との関連性について、どのくらい厳密に議論が積み重ねられているのかな、と思うところがありますて、そのあたりの議論において、例えば、この要素は収益性と関連性が薄いから開示対象項目から外すべきではないかという、シングル・マテリアリティの徹底という観点から議論がされることはあるのか、お教えいただければありがたく存じます。

○井口 すみません、どの部分について外されると……。

○齊藤 具体的な項目を挙げられないままのご質問で申し訳ございません。例えば、現在の政権の意向で、人的資本の開示にどんどんいろいろなものが入ってきそうなのですが、この項目は、収益性とは関連性が薄いから開示項目に入れるべきではないのではないかという形で項目が外されて

いくようなことは、これまでにございましたでしょうか。

○井口 これは、人的資本可視化指針というのでかなり内閣府で議論があつて、最初、先生がおっしゃるように、「新しい資本主義」という中で、投資家のためだけを越えて、社会的正義のようなことも指針に落とし込んでいくのもいいんじやないかというようなことをおっしゃる方もいたのですけれども、それは新しい資本主義のプロジェクトの中の別なところでやって、人的資本可視化指針のような将来的には有報に反映されるようなものについては投資家の判断に資する情報に絞った方がいいと。それが企業価値向上につながって、労働の拡大にもつながるということになってくるので、その方向でやるということになったと記憶しています。従いまして、今は、少なくとも私が関与していた人的資本可視化指針とかの中では、投資家向け以外、シングル・マテリアリティ以外の要素は全く入ってきていないというような形になっています。お答えになっていますか。

○齊藤 分かりました。シングル・マテリアリティというのをどのくらい厳格に意識して開示事項が詰められているかという主観的なご感触をお伺いしたかったのですけれども、やはりそういう点でなのだということが確認できたように思います。ありがとうございます。

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。もしなければ、これで本日の研究会を終わりにしたいと思います。

井口さん、ご報告、特に我々にとって初めて聞くような話も多かったと思います。どうもありがとうございました。